

**MODAL INTELEKTUAL DAN
KONFLIK KEAGENAN PADA PERUSAHAAN
MANUFAKTUR YANG TERCATAT DI BURSA EFEK
INDONESIA**

DISERTASI



Oleh

Hendra Wijaya

**PROGRAM STUDI DOKTOR ILMU MANAJEMEN
PROGRAM PASCASARJANA
UNIVERSITAS KATOLIK WIDYA MANDALA
SURABAYA
2016**

**MODAL INTELEKTUAL DAN
KONFLIK KEAGENAN PADA PERUSAHAAN
MANUFAKTUR YANG TERCATAT
DI BURSA EFEK INDONESIA**

DISERTASI

Diajukan kepada
Universitas Katolik Widya Mandala
Untuk memenuhi persyaratan
Gelar DOKTOR



Oleh

**Hendra Wijaya
8121412003**


**PROGRAM STUDI DOKTOR ILMU MANAJEMEN
PROGRAM PASCASARJANA
UNIVERSITAS KATOLIK WIDYA MANDALA
SURABAYA
2016**

LEMBAR PENGESAHAN

NASKAH DISERTASI INI TELAH DISETUJUI

TANGGAL :21 - MARET - 2016

Promotor



Prof. Dr. Eduardus Tandelilin, M.B.A.

Ko Promotor



Dr. Mudjilah Rahayu, M.M.

Menyetujui

Ketua Program Studi Doktor Ilmu Manajemen
Program Pascasarjana Universitas Katolik Widya Mandala



Dr. Mudjilah Rahayu, M.M.

PERNYATAAN KEASLIAN TULISAN

Saya menyatakan dengan sesungguhnya bahwa disertasi ini adalah tulisan saya sendiri, tidak ada gagasan atau karya ilmiah siapa pun yang saya ambil secara tidak jujur. Bahwa semua gagasan dan karya ilmiah yang saya kutip telah saya lakukan sejalan dengan etika dan kaidah penulisan ilmiah.

Surabaya, Juni 2015



Hendra Wijaya

NIM : 8121412003

PERNYATAAN PERSETUJUAN PUBLIKASI

Yang bertanda tangan di bawah ini, saya mahasiswa Universitas Katolik Widya

Mandala Surabaya :

Nama : Hendra Wijaya

NIM : 8121412003

Demi pengembangan ilmu pengetahuan, saya memberikan persetujuan untuk publikasi disertasi saya yang berjudul MODAL INTELEKTUAL DAN KONFLIK KEAGENAN PADA PERUSAHAAN MANUFAKTUR YANG TERCATAT DI BURSA EFEK INDONESIA kepada Universitas Katolik Widya Mandala Surabaya.

Demikian pernyataan ini saya buat dengan sebenarnya.

Surabaya, 22 Maret 2016



Hendra Wijaya

NIM : 8121412003

ABSTRAK

Fenomena bisnis di Indonesia menunjukkan adanya konflik keagenan pada keputusan investasi, keputusan pendanaan, dan kebijakan dividen pada perusahaan di Indonesia. Selain hal tersebut, era ekonomi berbasis pengetahuan menyebabkan perusahaan membutuhkan modal intelektual untuk meningkatkan keunggulan bersaing dan menciptakan nilai perusahaan. Tujuan dari penelitian ini adalah untuk menguji pengaruh modal intelektual terhadap konflik keagenan dengan melihat efek keputusan investasi, keputusan pendanaan, dan kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan.

Penelitian ini menggunakan data panel dengan sampel 90 perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) antara 2004-2013. Perusahaan memiliki laporan keuangan yang lengkap dan data untuk mendukung penelitian ini, tidak *suspend* atau delisting. Penelitian ini menggunakan teknik estimasi *three stage least squares* untuk menguji model simultan dan uji z-clogg untuk uji beda dua koefisien pada dua persamaan.

Model simultan menunjukkan pengaruh keputusan investasi, keputusan pendanaan, dan kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan sebelum terdapat pengaruh modal intelektual. Hasil penelitian menunjukkan bahwa keputusan investasi, keputusan pendanaan, dan kebijakan dividen memiliki pengaruh negatif terhadap nilai perusahaan. Model simultan ini juga menunjukkan bahwa efek negatif dari keputusan investasi, keputusan pendanaan, dan kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan berkurang dengan adanya modal intelektual.

Berdasarkan hasil analisis, dapat disimpulkan bahwa keputusan investasi, keputusan pendanaan, dan kebijakan dividen menunjukkan konflik keagenan. Modal intelektual yang lebih tinggi dimiliki oleh perusahaan dapat mereduksi konflik keagenan, sehingga dapat disimpulkan bahwa modal intelektual dapat mengarahkan perilaku manajemen yang mengarah pada keputusan-keputusan yang meningkatkan nilai perusahaan.

Kata kunci : modal intelektual, keputusan investasi, keputusan pendanaan, kebijakan dividen, konflik keagenan

ABSTRACT

Business phenomenon in Indonesia shows the agency conflict on investment decisions, financing decisions and dividend policy of the company in Indonesia. Besides this, the era of the knowledge-based economy caused the company requires intellectual capital to create value for the company. The aim of this study was to examine the effect of intellectual capital on agency conflicts by looking at the effects of investment decisions, financing decisions and dividend policy on firm value.

This research uses panel data with sample of 90 manufacturing companies listed in Indonesia Stock Exchange (IDX) between 2004-2013. The company has complete financial report and data to support this research, and not suspend or delisting. This research uses three stage least squares estimation technique to test simultaneous model and z-Clogg test for comparing two regression coefficient between two equations.

Simultaneous models show the influence investment decisions, financing decisions and dividend policy on the value of the company before effect of intellectual capital. The results showed that the investment decisions, financing decisions and dividend policy have a negative effect on the value of the company. This simultaneous models also shows that the negative effects of investment decisions, financing decisions and dividend policy of the company reduced by intellectual capital.

Based on the analysis, it can be concluded that investment decision, financing decision, and dividend policy show agency conflict. Higher intellectual capital on the company help to reduce agency conflict in the company, so that it can be concluded that intellectual capital can direct the management behavior leading to decisions that increase the value of the company.

Keywords : intellectual capital, investment decision, financing decision, dividend policy, agency conflict

RINGKASAN

Pendahuluan

Perkembangan perusahaan yang semakin besar dan kompleks tentunya membutuhkan pengelolaan yang kompleks juga. Pengelolaan perusahaan yang pada awalnya tidak terdapat pemisahan antara kepemilikan dan pengelolaan perusahaan berkembang sehingga terdapat pemisahan antara kepemilikan dan pengelolaan perusahaan. Hal ini disebabkan karena pemegang saham perusahaan membutuhkan bantuan untuk mengelola perusahaan. Jensen dan Meckling (1976) mengemukakan bahwa pemisahan antara kepemilikan dan pengelolaan perusahaan menimbulkan hubungan keagenan antara pemegang saham (*principal*) perusahaan dengan manajer (*agent*).

Hubungan keagenan tersebut juga berarti bahwa pemegang saham mendelegasikan wewenang kepada manajer untuk mengambil keputusan dan kebijakan perusahaan atas nama pemegang saham perusahaan. Manajer dalam pengambilan keputusannya untuk mewakili pemegang saham dapat lebih memperhatikan kepentingannya sendiri atau tidak memiliki keselarasan tujuan dengan kepentingan pemegang saham perusahaan sehingga timbul konflik keagenan. Konflik keagenan yang terjadi pada perusahaan dapat menyebabkan tidak maksimumnya kekayaan pemegang saham perusahaan (Jensen dan Meckling, 1976).

Fungsi keuangan pada perusahaan dijalankan oleh manajer tingkat atas yaitu direktur keuangan atau *chief financial officer* (CFO). Tugas dari manajer keuangan adalah membuat tiga keputusan utama dalam keuangan yaitu keputusan investasi, keputusan pendanaan, dan kebijakan dividen yang tepat sehingga dapat memaksimalkan kekayaan pemegang saham (Brigham & Houston, 2005). Kekayaan pemegang saham tercermin pada harga per lembar saham perusahaan. Keputusan investasi merupakan proses dalam mengidentifikasi peluang-peluang investasi yang memiliki nilai tambah dan mengambil keputusan untuk mengeksekusi peluang-peluang tersebut. Keputusan pendanaan merupakan keputusan perusahaan dalam menentukan struktur modal optimal untuk operasi perusahaan. Struktur modal optimal merupakan bauran antara utang dan ekuitas untuk operasi perusahaan. Kebijakan dividen merupakan kebijakan yang diambil untuk menentukan bagian laba bersih yang dibagikan kepada pemegang saham dalam bentuk dividen dengan memperhitungkan kebutuhan dana internal dalam menghadapi proyek-proyek yang menguntungkan.

Bukti-bukti empiris yang mendukung pengaruh keputusan investasi terhadap nilai perusahaan. Keputusan investasi berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan ketika investasi perusahaan belum mencapai titik optimal atau masih terdapat peluang-peluang investasi perusahaan yang berkualitas dan berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan ketika investasi sudah melewati titik optimal (Del Brio *et al.*, 2003; Fen Hsiao *et al.*, 2011; Morgado dan Pindado, 2003). Hal sebaliknya didapat melalui penelitian yang dilakukan oleh Chen *et al.* (2006) menemukan bahwa keputusan investasi berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan dan Kim *et al.* (2005) menemukan bahwa keputusan investasi untuk perusahaan yang terafiliasi dengan *chaebol* (grup besar) di Korea tidak meningkatkan kekayaan pemegang saham karena investasi mengalami *overinvestment*.

Bukti-bukti empiris yang mendukung keputusan pendanaan berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Utang berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan (Afzal & Rohman, 2012; Antwi *et al.*, 2012; Chowdury & Chowdury, 2011; Ogbulu & Emeni, 2012). Hal sebaliknya mengemukakan bahwa utang tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan (Fenandar & Raharja, 2012; Naceur & Gaoied, 2002; Negi *et al.*, 2012; Rakhimsyah & Gunawan, 2011). Alonso *et al.* (2005), Itturiaga dan Crisotomo (2010) mengemukakan bahwa utang berpengaruh negatif ketika perusahaan memiliki peluang pertumbuhan yang tinggi dan utang berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan ketika peluang pertumbuhan perusahaan rendah.

Bukti-bukti empiris yang mendukung mengenai pengaruh kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan. Kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan (Baker, 2002; Fenandar & Raharja, 2012; Gregoriou, 2012). Dividen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan ketika perusahaan tidak memiliki peluang pertumbuhan dan tidak berpengaruh ketika memiliki peluang pertumbuhan (Alonso *et al.*, 2005; Itturiaga & Crisotomo, 2010; La Porta *et al.*, 2000; Rozeff, 1982). Hal sebaliknya dikemukakan oleh Modigliani dan Miller (1961) bahwa dividen tidak berpengaruh terhadap harga saham dan didukung oleh penelitian yang dilakukan oleh Afzal dan Rohman (2012), Naceur dan Goaid (2002), Rakhimsyah dan Gunawan (2011) menemukan bahwa dividen tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

Tseng dan Goo (2005) mengemukakan kerangka teoritis pada penelitiannya berbasiskan pada teori *resources based* pada perspektif mikro, bahwa modal intelektual merupakan aset perusahaan menciptakan nilai perusahaan melalui proses penciptaan nilai. Modal intelektual merupakan aset yang penting dan memiliki peran lebih dominan dari pada aset fisik perusahaan dengan adanya pergeseran perekonomian dari ekonomi berbasis industri (*industrial based economics*) menuju ke ekonomi berbasis pengetahuan (*knowledge based economics*) untuk mencapai keunggulan bersaing dan penciptaan nilai perusahaan (Sudarsanam *et al.*, 2005).

Pulic (2000) mengembangkan pengukuran modal intelektual perusahaan yaitu *value added intellectual coefficient* (VAIC™) dan membagi modal intelektual menjadi dua yaitu *human capital* dan *structural capital*, selain itu juga menyertakan *capital employed* yang menggambarkan input perusahaan dalam bentuk aset keuangan dan aset tetap untuk dikelola. Pulic (2000) juga mengemukakan bahwa semakin tinggi nilai VAIC™ berarti manajemen semakin baik dalam memanfaatkan atau mengelola potensi perusahaan. Pulic (2004) mengemukakan bahwa nilai VAIC™ menunjukkan kemampuan intelektualitas. VAIC™ digunakan oleh beberapa peneliti seperti Chen *et al.* (2005), Maditinos *et al.* (2011), Tan *et al.* (2007), dan Zeghal dan Maaloul (2010).

Bontis (1998) mendefinisikan *human capital* yang merupakan kombinasi dari *genetic inheritance*, pendidikan, pengalaman, dan sikap. Marr *et al.* (2004) mendefinisikan *human capital* sebagai keahlian, kompetensi, komitmen, motivasi, loyalitas, kemampuan memecahkan masalah kreativitas, pendidikan, sikap. Bontis (1998) mendefinisikan *structural capital* sebagai struktur dan mekanisme dari organisasi untuk mendukung karyawan untuk mencapai kinerja intelektual yang optimum dan kinerja bisnis secara keseluruhan. Bontis (1998) juga mengemukakan bahwa individu dapat memiliki intelektual yang tinggi tetapi

ketika organisasi memiliki sistem dan prosedur yang buruk maka modal intelektual tidak dapat mencapai potensi maksimumnya. Marr *et al.* (2004) mengemukakan bahwa prosedur baik formal ataupun nonformal merupakan bagian dari *structural capital*. Ordóñez De Pablos (2004) mengemukakan bahwa *structural capital* merupakan pengetahuan pada tingkat organisasi dan tetap ada pada organisasi ketika karyawan meninggalkan pekerjaan. Massaro *et al.* (2012) mengemukakan bahwa sistem pengendalian manajemen merupakan bagian dari *structural capital*.

Manajemen yang terdiri dari beberapa manajer merupakan *agent* dalam teori keagenan dan pemegang saham sebagai *principal*. Manajemen yang didukung oleh *structural capital* perusahaan merupakan modal intelektual perusahaan dalam perspektif mikro dan tugas dari manajemen adalah memaksimalkan nilai perusahaan yang merupakan kekayaan pemegang saham melalui keputusan investasi, keputusan pendanaan, dan kebijakan dividen. Penelitian sebelumnya menemukan bahwa modal intelektual berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan (Appuhami, 2007; Chen *et al.*, 2005; Shiu, 2006; Tan *et al.*, 2007; Zeghal & Maaloul, 2010) yang menunjukkan bahwa semakin tinggi modal intelektual perusahaan dapat meningkatkan nilai perusahaan. Berdasarkan perspektif hubungan keagenan menunjukkan bahwa terdapat keselarasan tujuan antara manajemen perusahaan dan pemegang saham.

Hubungan modal intelektual dan keputusan keuangan dijelaskan oleh Sudarsanam *et al.* (2005) dan Tayles *et al.* (2006) yang mengemukakan bahwa modal intelektual memiliki kontribusi pada keunggulan bersaing dan penciptaan nilai perusahaan melalui identifikasi peluang-peluang investasi. Selanjutnya, Hackbart (2008) mengemukakan bahwa manajer yang berorientasi pada penciptaan nilai dapat mengambil keputusan pendanaan dengan memperhatikan penghematan pajak, risiko *default*, dan memperhitungkan efisiensi operasi perusahaan.

Bukti-bukti empiris sebelumnya yang menjelaskan mengenai pengaruh keputusan investasi, keputusan pendanaan, dan kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan yang berbeda-beda. Bukti-bukti empiris sebelumnya menjelaskan mengenai pengaruh modal intelektual yang positif terhadap nilai perusahaan. Untuk itu penelitian ini dilakukan dan sangat menarik untuk meneliti peran modal intelektual terhadap konflik keagenan dalam pengambilan keputusan investasi, keputusan pendanaan, dan kebijakan dividen di perusahaan manufaktur yang *go public* di Indonesia. Oleh karena itu, tujuan dari penelitian ini yaitu: (1) menguji modal intelektual terhadap konflik keagenan dengan melihat efek keputusan investasi terhadap nilai perusahaan; (2) menguji modal intelektual terhadap konflik keagenan dengan melihat efek keputusan pendanaan terhadap nilai perusahaan; (3) menguji modal intelektual terhadap konflik keagenan dengan melihat efek kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan.

Kajian Pustaka

Landasan Teoritis

Pemisahan antara kepemilikan dan pengelolaan menimbulkan pendelegasian wewenang dari pemegang saham perusahaan kepada manajer untuk mengambil keputusan dan kebijakan perusahaan atas nama pemegang saham perusahaan dan pendelegasian wewenang ini menimbulkan hubungan keagenan

(Jensen & Meckling, 1976). Tugas dari manajer adalah memaksimalkan kekayaan pemegang perusahaan melalui harga per lembar sahamnya. Hubungan keagenan ini juga menimbulkan asimetri informasi antara pemegang saham perusahaan dan manajer yang disebabkan karena manajer memiliki informasi lebih banyak mengenai kondisi internal perusahaan. Jensen dan Meckling (1976) mengemukakan bahwa dalam pengelolaan perusahaan, keputusan dan kebijakan yang diambil oleh manajer tidak selalu memaksimalkan kekayaan pemegang saham perusahaan atau tidak selaras dengan kepentingan pemegang saham perusahaan, sehingga timbul konflik keagenan yang dapat menimbulkan kerugian bagi pemegang saham perusahaan.

Jensen dan Meckling (1976) mengemukakan bahwa konflik keagenan antara manajer dan pemegang saham perusahaan yang terjadi tersebut dapat diminimumkan dengan penggunaan utang, hal tersebut disebabkan karena penggunaan utang menyebabkan kreditur melakukan pengawasan terhadap aktivitas manajer dalam mengambil keputusan dan kebijakan perusahaan. Jensen (1986) mengemukakan bahwa konflik keagenan dapat timbul pada dana internal perusahaan yang digunakan untuk mendanai investasi. Konflik keagenan timbul pada dana internal perusahaan yang besar. Hal ini disebabkan karena manajer dapat menggunakan untuk mendanai investasi dengan tidak hati-hati atau terjadi ketidakselarasan tujuan dengan kepentingan pemegang saham perusahaan. Konflik keagenan ini dapat diatasi dengan membagikan keuntungan dalam bentuk dividen kepada pemegang saham perusahaan. Pendanaan investasi dapat menggunakan pendanaan dalam bentuk utang. Utang dapat membuat manajer lebih berhati-hati dalam mengambil keputusan dibandingkan dengan menggunakan dana internal perusahaan. Hal ini disebabkan karena manajer memiliki kewajiban untuk mengembalikan pokok dan bunga kepada kreditur.

Modigliani dan Miller (1963) mengenai manfaat dari utang sebagai penghematan pajak (*tax shield trade off*) yang menyimpulkan bahwa penggunaan utang dapat memberikan pengaruh positif terhadap nilai perusahaan karena biaya bunga yang timbul dari utang adalah biaya yang mengurangi pajak, sehingga utang yang tinggi dapat meningkatkan nilai perusahaan dikarenakan peningkatan laba, akan tetapi bukan berarti perusahaan harus mencari utang secara terus menerus. Perusahaan dapat menggunakan laba ditahan jika pajak *capital gains* lebih rendah dari pajak orang pribadi. Modigliani dan Miller (1963) pada teorinya tidak memasukkan unsur biaya kebangkrutan. Perusahaan juga dapat membatasi penggunaan utang karena penggunaan utang dapat menyebabkan munculnya biaya kebangkrutan. *Trade-off* antara penghematan pajak dan biaya kebangkrutan menyebabkan terjadinya struktur modal yang optimal. Myers (1977) mengemukakan bahwa penerbitan utang yang berisiko dapat berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan, hal tersebut disebabkan karena menggunakan utang yang berisiko dapat menyebabkan perusahaan melewatkan peluang-peluang investasi dengan *net present value* positif yang dapat memberikan kontribusi positif terhadap nilai perusahaan.

Modigliani dan Miller (1961) mengemukakan bahwa dividen tidak berpengaruh terhadap harga saham, karena pemegang saham perusahaan dapat mendapatkan keuntungan melalui dividen atau kenaikan harga saham dan jika membutuhkan uang tunai maka pemegang saham dapat menjual beberapa saham yang meningkat karena keputusan investasi. Rozeff (1982) mengemukakan

proposisi mengenai pembayaran dividen perusahaan yaitu 1) Perusahaan menetapkan pembayaran dividen lebih rendah ketika perusahaan memiliki peluang pertumbuhan yang tinggi yang dapat menyebabkan pengeluaran investasi yang lebih tinggi. Hal tersebut disebabkan karena mahalanya pendanaan eksternal; 2) Perusahaan menetapkan pembayaran dividen lebih rendah ketika menghadapi koefisien beta yang lebih tinggi yang menggambarkan bahwa perusahaan menghadapi *operating* dan *financial leverage* yang lebih tinggi. Hal tersebut disebabkan karena perusahaan sudah memiliki tingkat biaya tetap yang tinggi dan untuk menghindari biaya pendanaan eksternal sehingga perusahaan membayarkan dividen lebih rendah. Rozeff (1982) menunjukkan bahwa pembayaran dividen perusahaan dapat mengurangi biaya keagenan, akan tetapi sebaliknya bahwa pembayaran dividen juga meningkatkan biaya transaksi dari pendanaan eksternal. Pembayaran dividen yang optimum adalah pembayaran dividen yang dapat meminimumkan penjumlahan kedua biaya tersebut. Rozeff (1982) melalui penelitiannya menemukan bahwa pertumbuhan perusahaan dan beta perusahaan berpengaruh negatif terhadap pembayaran dividen.

Modal Intelektual

Modal intelektual merupakan aset penting yang lebih berperan dibandingkan aset fisik perusahaan pada era ekonomi berbasis pengetahuan untuk meningkatkan keunggulan bersaing dan menciptakan nilai perusahaan (Pulic, 2004). Tseng dan Goo (2005) mengemukakan bahwa modal intelektual merupakan aset tidak berwujud perusahaan yang berperan pada proses penciptaan nilai perusahaan. Brennan dan Connel (2000) dan Chen *et al.* (2005) mengemukakan bahwa selisih dari nilai pasar dan nilai buku dari perusahaan yang tidak dapat diidentifikasi pada laporan keuangan dapat dijelaskan oleh modal intelektual perusahaan yang merupakan sebagai sumber dari penciptaan nilai ekonomi yang lebih dominan dan keunggulan bersaing perusahaan. Hal tersebut didukung oleh Appuhami (2007), Chen *et al.* (2005), Shiu (2006), Tan *et al.* (2007), dan Zeghal dan Maaloul (2010) bahwa modal intelektual berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan yang dalam perspektif hubungan keagenan menggambarkan bahwa terdapat keselarasan tujuan antara pemegang saham dan manajer. Tseng dan Goo (2005) mengemukakan bahwa aset tidak berwujud memiliki peran pada proses penciptaan nilai perusahaan.

Modal intelektual terdiri dari *human capital* dan *structural capital* dan semakin tingginya modal intelektual menunjukkan kualitas manajemen yang lebih baik (Pulic, 2000). Marr *et al.* (2004) mendefinisikan *human capital* sebagai keahlian, kompetensi, komitmen, motivasi, loyalitas, kemampuan memecahkan masalah kreativitas, pendidikan, dan sikap. Bontis (1998) mendefinisikan *human capital* sebagai kombinasi dari *genetic inheritance*, pendidikan, pengalaman, dan sikap. Bontis (1998) mendefinisikan *structural capital* sebagai struktur dan mekanisme dari organisasi untuk mendukung karyawan untuk mencapai kinerja intelektual yang optimum dan kinerja bisnis secara keseluruhan dan juga mengemukakan bahwa individu dapat memiliki intelektual yang tinggi tetapi ketika organisasi memiliki sistem dan prosedur yang buruk maka modal intelektual tidak dapat mencapai potensi maksimumnya. Odonez De Pablos (2004) mengemukakan bahwa *structural capital* merupakan pengetahuan pada tingkat organisasi dan tetap ada pada organisasi ketika karyawan meninggalkan

pekerjaan. Massaro *et al.* (2012) mengemukakan bahwa sistem pengendalian manajemen merupakan bagian dari *structural capital*.

Fenomena Bisnis di Indonesia

Fenomena bisnis di Indonesia mengenai pengaruh keputusan investasi terhadap nilai perusahaan menunjukkan bahwa terdapat konflik keagenan pada perusahaan-perusahaan di Indonesia. Hal tersebut ditunjukkan oleh Setiani *et al.* (2013) yang melakukan penelitian pada perusahaan otomotif pada tahun 2004-2007 menunjukkan bahwa keputusan investasi tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Cahyaningdyah dan Ressany (2012) yang melakukan penelitian pada perusahaan BUMN pada tahun 2008-2010 menunjukkan bahwa keputusan investasi berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan. Wahyudi dan Pawestri (2006) yang melakukan penelitian pada perusahaan yang terdaftar pada Bursa Efek Indonesia menunjukkan bahwa keputusan investasi tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

Hubungan keputusan pendanaan dan kebijakan dividen pada perusahaan di Indonesia juga menunjukkan bahwa terdapat konflik keagenan. Hal tersebut ditunjukkan oleh Prasetyorini (2013) yang melakukan penelitian pada perusahaan industri dasar dan kimia pada tahun 2008-2011 menunjukkan bahwa penggunaan utang tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Mahendra *et al.* (2012) yang melakukan penelitian pada perusahaan manufaktur pada tahun 2006-2009 menunjukkan bahwa keputusan pendanaan dan kebijakan dividen tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Yuliani *et al.* (2013) yang melakukan penelitian pada seluruh perusahaan yang tercatat pada Bursa Efek Indonesia tidak termasuk bank dan lembaga keuangan menunjukkan bahwa keputusan pendanaan dan kebijakan dividen tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan

Pengembangan Hipotesis

Modal intelektual yang lebih baik dapat mengidentifikasi peluang-peluang investasi dengan lebih optimal dan mengambil keputusan investasi yang bernilai tambah sehingga meningkatkan nilai perusahaan. Hal tersebut didukung oleh Sudarsanam *et al.* (2005) yang mengemukakan bahwa modal intelektual berperan melalui identifikasi peluang-peluang investasi. Tayles *et al.* (2006) mengemukakan bahwa perusahaan yang memiliki modal intelektual yang lebih baik memiliki keunggulan dalam hal mengidentifikasi peluang-peluang investasi di masa depan. Modal intelektual yang lebih baik juga dapat meningkatkan nilai perusahaan dengan mengurangi investasi ketika perusahaan sudah dalam kondisi *overinvestment*.

H₁ : Modal intelektual mereduksi konflik keagenan pada keputusan investasi

Modal intelektual yang lebih baik dapat mengambil keputusan pendanaan dengan lebih optimal. Modal intelektual dapat menambah penggunaan utang ketika perusahaan masih mendapat manfaat dari penggunaan utang yaitu sebagai mekanisme kontrol dan penghematan pajak, serta dapat mengelola risiko kebangkrutan perusahaan. Modal intelektual yang lebih baik juga dapat meningkatkan nilai perusahaan dengan mengurangi penggunaan utang ketika perusahaan menghadapi risiko kebangkrutan yang tinggi. Hal tersebut didukung oleh Hackbart (2008) yang mengemukakan bahwa manajer yang berorientasi pada

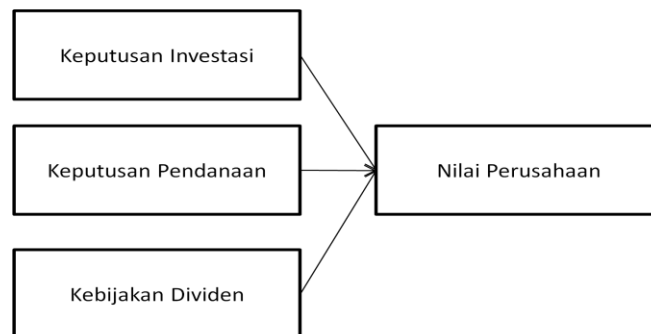
penciptaan nilai dapat mengambil keputusan pendanaan dengan memperhatikan penghematan pajak, risiko *default*, dan memperhitungkan efisiensi operasi perusahaan.

H₂ : Modal intelektual mereduksi konflik keagenan pada keputusan pendanaan

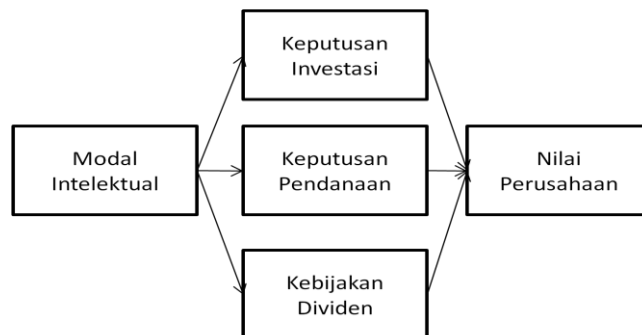
Modal intelektual yang lebih baik dapat mengambil kebijakan dividen dengan lebih optimal. Modal intelektual dapat membagikan keuntungan dalam bentuk dividen ketika perusahaan sudah dalam kondisi matang yang ditandai dengan kurangnya peluang investasi. Pembagian keuntungan tersebut digunakan sebagai mekanisme kontrol untuk konflik keagenan pada *free cash flow* perusahaan (Jensen, 1986). Modal intelektual dapat mengurangi dividen, ketika perusahaan membutuhkan dana internal untuk mendanai peluang investasinya sehingga tidak melewatkan peluang investasi yang memiliki nilai tambah yang disebabkan karena mahalanya pendanaan eksternal.

H₃ : Modal intelektual mereduksi konflik keagenan pada kebijakan dividen

Berdasarkan kajian pustaka dan hipotesis penelitian, kerangka konseptual penelitian ini yang menggambarkan pengaruh keputusan investasi, keputusan pendanaan, kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan sebelum terdapat pengaruh modal intelektual dan sesudah terdapat pengaruh modal intelektual. Penelitian ini melihat perbedaan konflik keagenan dengan melihat pengaruh keputusan investasi, keputusan pendanaan, dan kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan sebelum dan sesudah pengaruh modal intelektual.



Sebelum (tanpa VAIC)
Diduga Ada Konflik Keagenan



Sesudah (dengan VAIC)
Diduga dapat Mereduksi Konflik Keagenan

Gambar 1 Kerangka Konseptual

Metode Penelitian

Data yang digunakan pada penelitian ini adalah data sekunder dalam bentuk data panel. Data yang dikumpulkan adalah data keuangan dan rasio keuangan perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (IDX) pada tahun 2004-2013. Data diperoleh dari *Indonesia Stock Exchange* (IDX) dalam bentuk laporan keuangan tahunan pada tahun 2004 sampai dengan 2013 yang didapat dari www.idx.co.id dan Penelitian dan Pelatihan Ekonomika dan Bisnis (P2EB) Fakultas Bisnis dan Ekonomika Universitas Gadjah Mada (UGM). Sampel pada penelitian sebesar 90 perusahaan dan diambil menggunakan teknik *purposive sampling* dengan kriteria (1) Perusahaan manufaktur dengan pengkategorian yang ada pada *fact book Indonesia Stock Exchange* 2014 dan terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama 2004-2013; (2) Perusahaan menerbitkan laporan keuangan tahunan yang lengkap selama periode pengamatan dan menyediakan informasi yang lengkap untuk keperluan penelitian ini; (3) Perusahaan tidak *suspend* atau *delisting*. Berikut daftar perusahaan berdasarkan kelompok industri :

Tabel 1 Sampel berdasarkan Kelompok Industri

No	Jenis Industri	Jumlah
1	Alas Kaki	1
2	Farmasi	8
3	Kabel	6
4	Kayu dan Pengolahan	2
5	Keramik, Porselen, Kaca	4
6	Kimia	7
7	Kosmetik dan Barang Rumah Tangga	3
8	Logam dan sejenisnya	11
9	Makanan dan Minuman	10
10	Otomotif dan Komponen	11
11	Pakan Ternak	2
12	Peralatan Rumah Tangga	3
13	Plastik dan Kemasan	5
14	Pulp dan Kertas	2
15	Rokok	3
16	Semen	3
17	Tekstil dan Garmen	9
Total		90

Penelitian ini menggunakan *three stage least squares* dan uji beda koefisien pada dua persamaan dalam pengujian hipotesisnya. Uji beda koefisien pada dua persamaan mengikuti metode yang terdapat pada Clogg *et al.* (1995) dan Paternoster *et al.* (1998). Berikut dua persamaan simultan yang masing-masing terdiri dari empat persamaan yang dikembangkan dan diuji pada penelitian ini :

Persamaan Simultan 1

$GCI_t = \alpha + \beta_{11}SZE_t + \beta_{12}BEP_t + \beta_{13}SLS_t + \varepsilon_i + \varepsilon_t + \varepsilon_{it}$	[1]
$IBD_t = \alpha + \beta_{21}BEP_t + \beta_{22}SZE_t + \beta_{23}RBS_t + \beta_{24}CVA_t + \varepsilon_i + \varepsilon_t + \varepsilon_{it}$	[2]
$DYR_t = \alpha + \beta_{31}RBS_t + \beta_{32}BEP_t + \beta_{33}SZE_t + \varepsilon_i + \varepsilon_t + \varepsilon_{it}$	[3]
$LSP_t = \alpha + \beta_{41}GCI_t + \beta_{42}IBD_t + \beta_{43}DYR_t + \beta_{44}BEP_t + \varepsilon_i + \varepsilon_t + \varepsilon_{it}$	[4]

Persamaan Simultan 2

$GCI_t = \alpha + \beta_{51}VAIC_t + \beta_{52}SZE_t + \beta_{53}BEP_t + \beta_{54}SLS_t + \varepsilon_i + \varepsilon_t + \varepsilon_{it}$	[5]
$IBD_t = \alpha + \beta_{61}VAIC_t + \beta_{62}BEP_t + \beta_{63}SZE_t + \beta_{64}RBS_t + \beta_{25}CVA_t + \varepsilon_i + \varepsilon_t + \varepsilon_{it}$	[6]
$DYR_t = \alpha + \beta_{71}VAIC_t + \beta_{72}RBS_t + \beta_{73}BEP_t + \beta_{74}SZE_t + \varepsilon_i + \varepsilon_t + \varepsilon_{it}$	[7]
$LSP_t = \alpha + \beta_{81}GCI_t + \beta_{82}IBD_t + \beta_{83}DYR_t + \beta_{84}BEP_t + \varepsilon_i + \varepsilon_t + \varepsilon_{it2}$	[8]

Penelitian ini memiliki variabel yaitu modal intelektual (VAICTM) merupakan nilai tambah modal intelektual (Chen, 2005); keputusan investasi (GCI) merupakan perbandingan modal kerja bersih ditambah aset tetap kotor dan total aset (Brigham dan Houston, 2005); keputusan pendanaan (IBD) merupakan perbandingan utang berbunga dan total aset (Hermeindito, 2003); kebijakan dividen (DYR) merupakan perbandingan dividen per lembar saham dan harga saham per lembar (Naceur *et al.*, 2007); nilai perusahaan (LSP) merupakan logaritma natural dari kapitalisasi pasar (Anam *et al.*, 2011); penjualan (SLS) merupakan perbandingan penjualan dan total aset (Vogt, 1994); risiko bisnis (RBS) merupakan standar deviasi dari perbandingan laba bersih dan total aset (Herdinata *et al.*, 2013); ukuran perusahaan (SZE) merupakan logaritma dari total aset (Jensen, Solberg, dan Zorn, 1992); profitabilitas (BEP) merupakan perbandingan laba operasi dan total aset (Jensen, Solberg, dan Zorn, 1992).

Tahap pertama dalam penyusunan persamaan simultan adalah memiliki order dan rank. Pengujian simultan harus memenuhi syarat *overidentified* ($K-k > m-1$) atau *exact identified* ($K-k=m-1$) (Gujarati dan Porter, 2009:372). K adalah variabel eksogen persamaan simultan; k adalah variabel eksogen persamaan tertentu; m adalah variabel endogen pada persamaan tertentu. Tahap kedua adalah melakukan uji spesifikasi *hausmann* dengan membuat persamaan *reduced form* dengan cara memasukkan seluruh variabel eksogen ke dalam variabel endogen. Tahap ketiga adalah mendapatkan nilai residual dan menambahkan nilai residual tersebut pada persamaan penelitian ini, dan selanjutnya diregresikan dengan menggunakan *ordinary least squares* (OLS), jika koefisien residual terdapat yang signifikan maka memenuhi syarat uji persamaan simultan. Tahap keempat adalah mendapatkan koefisien residual dari empat persamaan pada penelitian ini dan melakukan uji korelasi *pearson*, jika korelasi terdapat yang signifikan maka teknik analisis yang digunakan adalah *three stage least squares* (3SLS). Setelah melakukan pengujian dengan menggunakan 3SLS, maka selanjutnya melakukan

pengujian beda koefisien dengan metode yang terdapat pada Clogg *et al.* (1995) dan Paternoster *et al.* (1998).

Hasil Data dan Pembahasan

Tabel 2 menunjukkan statistik deskriptif dari variabel penelitian dari 90 perusahaan yang menjadi sampel pada penelitian ini. Nilai rata-rata dari variabel keputusan investasi (GCI) adalah sebesar 0,0962, hal tersebut menunjukkan bahwa secara umum 9,62% dari total aset perusahaan merupakan hasil investasi baru dalam bentuk modal operasi dan aset tetap. Nilai rata-rata dari variabel keputusan pendanaan (IBD) adalah sebesar 31,02%, hal tersebut menunjukkan bahwa secara umum 31,02% aset perusahaan dibiayai oleh utang berbunga. Nilai rata-rata dari variabel kebijakan dividen (DYR) adalah sebesar 1,64%, hal tersebut menunjukkan bahwa secara umum perusahaan membagikan dividen per lembar saham sebesar 1,64% dari harga saham per lembar.

Nilai rata-rata dari nilai perusahaan (LSP) adalah sebesar 7.384,32M, hal tersebut menunjukkan secara umum kapitalisasi pasar perusahaan sebesar 7.384,32M. Nilai rata-rata dari modal intelektual (VAICTM) 3,1730, hal tersebut menunjukkan bahwa secara umum nilai tambah untuk pemegang saham dalam bentuk laba bersih, untuk pemerintah dalam bentuk pajak, untuk kreditur dalam bentuk bunga, dan untuk karyawan dalam bentuk gaji sebesar 3 kali dari aset yang diinvestasikan baik dalam bentuk gaji karyawan ataupun aset tetap.

Tabel 2 Statistik Deskriptif Variabel Penelitian

Tabel 1 menunjukkan deskripsi statistik variabel penelitian yang digunakan pada penelitian ini. GCI_t (keputusan investasi) = $((NOWC_t + \text{Aset tetap}_t) - (NOWC_{t-1} + \text{Aset tetap}_{t-1}) + \text{beban depresiasi}_t) / \text{Total aset}_t$; IBD_t (keputusan pendanaan) = $\text{total utang berbunga}_t / \text{total aset}_t$; DYR_t (kebijakan dividen) = $\text{pembayaran dividen per lembar saham}_t / \text{harga saham}_t$; LSP_t (nilai perusahaan) = $\ln(\text{harga saham per lembar}_t * \text{jumlah saham beredar}_t)$; SLS_t (penjualan) = $\text{penjualan}_t / \text{total aset}_t$; RBS_t (risiko bisnis) = $\text{standar deviasi (laba bersih / total aset)}_{(t,t-5)}$; CVA_t (struktur aset) = $\text{aset tetap}_t / \text{total aset}_t$; SZE_t (ukuran perusahaan) = $\log(\text{total aset}_t)$; BEP_t (profitabilitas) = $\text{laba operasi}_t / \text{total aset}_t$; $VAIC_t$ (modal intelektual) = $VAHU_t + VACA_t + STVA_t$.

Variabel	Satuan	N	Mean	Std. Dev.	Max	Min
GCI	Kali	900	0,0962	0,1286	0,8104	-0,5165
IBD	Kali	900	0,3102	0,3791	3,1116	0,0000
DYR	Kali	900	0,0164	0,0247	0,1554	0,0000
LSP	Milyar	900	7,3843	28,8599	307,6750	0,0098
VAIC	Kali	900	3,1730	2,6317	25,8408	-15,8750
SZE	Milyar	900	4,2142	13,9773	213,9940	0,0277
BEP	Kali	900	0,0751	0,1445	0,9733	-0,8502
SLS	Kali	900	1,2171	0,6650	5,6591	0,0199
CVA	Kali	900	0,3559	0,2023	0,9979	0,0052
RBS	Kali	900	0,0543	0,0443	0,2915	0,0045

Hasil pengujian persamaan simultan pada penelitian ini dengan menggunakan *three stage least square* (3SLS) ditunjukkan pada Tabel 2 sebagai berikut :

Tabel 3 Hasil Uji Persamaan Simultan

Tabel 2 menunjukkan deskripsi statistik variabel penelitian yang digunakan pada penelitian ini. GCI_t (keputusan investasi) = $((NOWC_t + \text{Aset tetap}_t) - (NOWC_{t-1} + \text{Aset tetap}_{t-1}) + \text{beban depresiasi}_t) / \text{Total aset}_t$; IBD_t (keputusan pendanaan) = $\text{total utang berbunga}_t / \text{total aset}_t$; DYR_t (kebijakan dividen) = $\text{pembayaran dividen per lembar saham}_t / \text{harga saham}_t$; LSP_t (nilai perusahaan) = $\ln(\text{harga saham per lembar}_t * \text{jumlah saham beredar}_t)$; SLS_t (penjualan) = $\text{penjualan}_t / \text{total aset}_t$; RBS_t (risiko bisnis) = $\text{standar deviasi (laba bersih / total aset)}_{(t,t-5)}$; CVA_t (struktur aset) = $\text{aset tetap}_t / \text{total aset}_t$; SZE_t (ukuran perusahaan) = $\log(\text{total aset}_t)$; BEP_t (profitabilitas) = $\text{laba operasi}_t / \text{total aset}_t$; $VAIC_t$ (modal intelektual) = $VAHU_t + VACA_t + STVA_t$.

Variabel	MODEL TANPA VAIC				MODEL DENGAN VAIC			
	GCI	IBD	DYR	LSP	GCI	IBD	DYR	LSP
INTERCEPT	-1,3707 (-3,78)***	2,0407 (3,39)***	-0,0295 (0,57)	53,6130 (4,18)***	-1,7334 (-4,91)***	2,5443 (4,50)***	0,0568 (1,29)	28,8704 (29,41)***
GCI				-35,5254 (-1,73)*				4,3496 (1,90)*
IBD				-37,3335 (-2,05)**				-4,5295 (-3,74)***
DYR				-660,8335 (-1,91)*				-86,1781 (-1,65)*
VAIC					0,0075 (3,49)***	0,0158 (4,38)***	-0,0008 (-2,52)**	
SZE	0,1378 (4,47)***	-0,1375 (-2,68)***	0,0030 (0,68)		0,1644 (5,48)***	-0,1877 (-3,89)***	-0,0039 (-1,04)	
BEP	0,2939 (6,35)***	-0,5237 (-6,84)***	0,0019 (0,29)	-9,6418 (-1,44)	0,1973 (3,66)***	-0,6800 (-7,90)***	0,0113 (1,53)	-1,8797 (-2,16)**
SLS	0,0141 (1,23)				0,0205 (1,81)*			
CVA		-0,0574 (-0,78)				-0,0482 (-0,65)		
RBS		0,4160 (1,97)**	-0,0278 (-1,52)			0,2610 (1,19)	-0,0331 (-1,79)*	

Keterangan:

*** = tingkat signifikansi 1%

** = tingkat signifikansi 5%

* = tingkat signifikansi 10%

Tabel 4 Hasil Uji Beda Koefisien Dua Persamaan dengan Metode Clogg

Variabel	GCI	Variabel	IBD	Variabel	DYR
β_{41}	-35,5254	β_{42}	-37,3335	β_{43}	-660,8335
β_{81}	4,3496	β_{82}	-4,5295	β_{83}	-86,1781
$\beta_{81}-\beta_{41}$	39,8750	$\beta_{82}-\beta_{42}$	-32,8040	$\beta_{83}-\beta_{43}$	-574,6554
SE_{41}	20,4948	SE_{42}	18,2332	SE_{43}	345,7373
SE_{81}	2,2835	SE_{82}	1,2115	SE_{83}	52,1922
$\sqrt{(SE_{81}^2 + SE_{41}^2)}$	20,6216	$\sqrt{(SE_{82}^2 + SE_{42}^2)}$	18,2734	$\sqrt{(SE_{83}^2 + SE_{43}^2)}$	349,6546
Z-Clogg	1,93**	Z-Clogg	1,80**	Z-Clogg	1,64*
Z-tabel (5%)	1,65	Z-tabel (5%)	1,65	Z-tabel (10%)	1,34

Keterangan:

** = tingkat signifikansi 5%, * = tingkat signifikansi 10%

Analisis dan Pembahasan

Hasil uji empiris pada Tabel 3 menemukan bahwa keputusan investasi pada perusahaan manufaktur di Indonesia berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan. Keputusan investasi menurunkan nilai perusahaan, berdasarkan perspektif teori keagenan menunjukkan bahwa keputusan investasi yang diambil oleh manajer (*agent*) pada perusahaan yang mendapatkan delegasi dari pemegang saham (*principal*) tidak memaksimalkan kekayaan pemegang saham atau terjadi konflik keagenan. Hal tersebut dapat dijelaskan bahwa keputusan investasi yang diambil oleh manajer mengalami *overinvestment* sehingga berpengaruh negatif pada kekayaan pemegang saham. Hasil penelitian ini didukung oleh penelitian yang dilakukan oleh Cahyaningdyah dan Ressany (2012), Chen *et al.* (2006), Morgado dan Pindado (2003), dan Setiani *et al.* (2013).

Hasil pengujian pada Tabel 3 menunjukkan bahwa koefisien keputusan investasi sebelum ada pengaruh modal intelektual ($\beta_{41} = -35,5254$) berpengaruh negatif pada nilai perusahaan dan signifikan dengan tingkat signifikansi sebesar 10% pada keputusan investasi. Hasil pengujian menunjukkan bahwa koefisien keputusan investasi sesudah ada pengaruh modal intelektual ($\beta_{81} = 4,3496$) berpengaruh positif dan signifikan dengan tingkat signifikansi sebesar 10% pada nilai perusahaan. Hasil pengujian pada Tabel 4 menunjukkan bahwa nilai $z\text{-Clogg} > z\text{-tabel}$ sehingga menyatakan bahwa hipotesis 1 penelitian ini tidak dapat ditolak yaitu modal intelektual mereduksi konflik keagenan pada keputusan investasi.

Penjelasan temuan penelitian ini adalah perusahaan dalam keputusan investasinya dihadapkan pada proses identifikasi peluang-peluang investasi. Identifikasi peluang-peluang investasi membutuhkan keakuratan dalam mengestimasi tingkat pengembalian investasi dan *net present value* (NPV) dari investasi. Keakuratan tingkat pengembalian investasi dan NPV bergantung pada keakuratan dalam mengestimasi pendapatan yang dapat diperoleh oleh perusahaan selama beberapa tahun ke depan, serta biaya-biaya yang dikeluarkan oleh perusahaan. Keakuratan dalam mengestimasi pendapatan membutuhkan analisa intensitas persaingan peluang-peluang investasi tersebut. Temuan penelitian ini menunjukkan bahwa modal intelektual yang lebih baik pada perusahaan manufaktur yang terdaftar pada Bursa Efek Indonesia dapat mengurangi konflik keagenan pada keputusan investasi. Hal tersebut menjelaskan bahwa modal intelektual di Indonesia dapat mengidentifikasi dengan lebih optimal peluang-peluang investasi dan mengambil keputusan investasi yang dapat meningkatkan nilai perusahaan.

Hasil uji empiris pada Tabel 3 menemukan bahwa keputusan pendanaan pada perusahaan manufaktur di Indonesia berpengaruh negatif pada nilai perusahaan. Keputusan pendanaan menggunakan utang juga menurunkan nilai perusahaan, hal tersebut disebabkan karena penggunaan utang yang semakin tinggi menyebabkan juga tingginya risiko kebangkrutan yang harus ditanggung oleh pemegang saham perusahaan. Hermeindito (2002) menemukan bahwa utang tidak berhubungan linier dengan nilai perusahaan dan menemukan bahwa utang sampai dengan titik optimal berhubungan positif dengan nilai perusahaan dan sebaliknya ketika sudah melewati titik optimal. Risiko kebangkrutan yang ditanggung oleh perusahaan menyebabkan manajer melewatkan proyek-proyek yang menguntungkan, hal tersebut didukung oleh Alonso *et al.* (2005), Itturiaga dan Crisotomo (2010), Myers (1977), dan Stulz (1990).

Hasil pengujian menunjukkan bahwa koefisien keputusan pendanaan sebelum ada pengaruh modal intelektual ($\beta_{42} = -37,3335$) berpengaruh negatif pada nilai perusahaan dan signifikan dengan tingkat signifikansi sebesar 5% pada keputusan pendanaan. Hasil pengujian menunjukkan bahwa koefisien keputusan pendanaan sesudah ada pengaruh modal intelektual ($\beta_{82} = -4,5295$) berpengaruh negatif dan signifikan dengan tingkat signifikansi sebesar 5% pada nilai perusahaan. Hasil pengujian pada Tabel 4 menunjukkan bahwa nilai $z\text{-Clogg} > z\text{-tabel}$ menyatakan bahwa hipotesis 2 penelitian ini tidak dapat ditolak yaitu modal intelektual mereduksi konflik keagenan pada keputusan pendanaan.

Penjelasan temuan penelitian ini adalah penggunaan utang memiliki beberapa manfaat yaitu mekanisme konflik keagenan dan penghematan pajak. Selain mendapatkan manfaat, utang juga mengandung risiko kebangkrutan yang berarti bahwa semakin tingginya utang yang digunakan, maka semakin tinggi risiko kebangkrutan yang ditanggung oleh perusahaan. Temuan penelitian ini menunjukkan bahwa modal intelektual pada perusahaan manufaktur yang terdaftar pada Bursa Efek Indonesia yang semakin tinggi tidak dapat menghilangkan konflik keagenan, akan tetapi dapat mengurangi konflik keagenan pada keputusan pendanaan. Hal tersebut menjelaskan bahwa modal intelektual di Indonesia dapat mengambil keputusan pendanaan dengan lebih optimal dan mengelola risiko kebangkrutan sehingga dapat meningkatkan nilai perusahaan.

Hasil uji empiris pada Tabel 3 menemukan bahwa kebijakan dividen pada perusahaan manufaktur di Indonesia berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan. Kebijakan dividen merupakan kebijakan dalam membagikan keuntungan kepada pemegang saham. La Porta *et al.* (2000) menemukan bahwa perusahaan yang dalam kondisi *mature* melakukan pembayaran dividen lebih banyak dari pada perusahaan yang dalam kondisi *growth*. Perusahaan yang memiliki peluang pertumbuhan yang lebih tinggi, membutuhkan pendanaan dalam melakukan investasinya. Pengaruh negatif terhadap nilai perusahaan menunjukkan bahwa perusahaan membutuhkan dana internal untuk mendanai investasinya dan menghindari pendanaan eksternal. Pendanaan eksternal dihindari oleh perusahaan disebabkan karena mahalnya pendanaan eksternal (Easterbrook, 1994) dan ketika perusahaan menggunakan utang maka perusahaan menanggung biaya tetap dalam bentuk bunga. Rozeff (1992) mengemukakan bahwa pembayaran dividen lebih rendah ketika perusahaan menghadapi peluang pertumbuhan yang lebih tinggi dan perusahaan yang sudah menanggung utang berbunga membayarkan dividen lebih rendah karena menghindari pendanaan eksternal.

Hasil pengujian menunjukkan bahwa koefisien kebijakan dividen sebelum ada pengaruh modal intelektual ($\beta_{43} = -660,8335$) berpengaruh negatif pada nilai perusahaan dan signifikan dengan tingkat signifikansi sebesar 10% pada kebijakan dividen. Hasil pengujian menunjukkan bahwa koefisien kebijakan dividen sesudah ada pengaruh modal intelektual ($\beta_{83} = -86,1781$) berpengaruh negatif dan signifikan dengan tingkat signifikansi sebesar 10% pada nilai perusahaan. Hasil pengujian pada Tabel 4 menunjukkan bahwa nilai $z\text{-Clogg} > z\text{-tabel}$ menyatakan bahwa hipotesis 3 penelitian ini tidak dapat ditolak yaitu modal intelektual mereduksi konflik keagenan pada kebijakan dividen.

Penjelasan temuan penelitian ini adalah perusahaan dihadapkan pada dua keputusan penting ketika mendapatkan keuntungan dalam operasinya yaitu keputusan untuk mereinvestasikan keuntungan yang didapatkan dan keputusan

untuk membagikan keuntungan dalam bentuk dividen. Indonesia sebagai Negara berkembang menyebabkan pembagian keuntungan dalam bentuk dividen juga harus mempertimbangkan banyak faktor agar pembagian dividen tidak berakibat pada keharusan perusahaan melewatkan proyek-proyek yang menguntungkan, pemotongan dividen di masa depan, atau menjual ekuitas baru. Temuan penelitian ini menunjukkan bahwa modal intelektual pada perusahaan manufaktur yang terdaftar pada Bursa Efek Indonesia yang semakin tinggi tidak dapat menghilangkan konflik keagenan, akan tetapi dapat mengurangi konflik keagenan pada kebijakan dividen. Hal tersebut menjelaskan bahwa modal intelektual yang lebih baik dapat mengelola dana internal perusahaan dengan lebih baik juga dan mengambil kebijakan dividen dengan lebih optimal sehingga dapat meningkatkan nilai perusahaan.

Temuan penelitian ini pada Tabel 3 menunjukkan bahwa modal intelektual yang semakin tinggi dapat mereduksi konflik keagenan melalui pada keputusan investasi, keputusan pendanaan, dan kebijakan dividen. Modal intelektual yang lebih baik dapat mengarahkan perilaku manajemen yang berakibat pada menurunnya konflik keagenan sehingga dapat meningkatkan nilai perusahaan melalui keputusan investasi, keputusan pendanaan, dan kebijakan dividen yang diambil. Penelitian ini sesuai dengan Tseng dan Goo (2005) yang mengemukakan bahwa modal intelektual berpengaruh terhadap proses penciptaan nilai perusahaan. Penelitian ini juga sesuai dengan Appuhami (2007), Chen *et al.* (2005), Shiu (2006), Tan *et al.* (2007), dan Zeghal dan Maaloul (2010) yang mengemukakan bahwa modal intelektual berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Penelitian mengenai pengaruh modal intelektual terhadap nilai perusahaan mendapatkan hasil sebaliknya seperti Maditinos *et al.* (2011) menemukan bahwa modal intelektual tidak berperan dalam menciptakan nilai perusahaan di Yunani, hal tersebut disebabkan karena perusahaan di Yunani yang relatif kecil dan relatif kurangnya penerapan manajemen modern. Kamath (2008) yang melakukan penelitian pada perusahaan farmasi di India dan Firer dan Williams (2003) yang melakukan penelitian di Afrika Selatan mendukung Maditinos *et al.* (2011) dan menemukan bahwa modal intelektual tidak berperan dalam menciptakan nilai perusahaan, hal tersebut disebabkan karena aset tetap merupakan aset utama yang lebih dapat memberikan kinerja perusahaan. Gan dan Shaleh (2008) yang melakukan penelitian di Malaysia juga mendukung Firer dan Williams (2003).

Penutup

Kesimpulan yang dapat diambil untuk menjawab masalah penelitian adalah (1) efek negatif keputusan investasi mengalami reduksi setelah adanya pengaruh modal intelektual. Hal tersebut menunjukkan bahwa modal intelektual mereduksi konflik keagenan yang terjadi pada keputusan investasi; (2) efek negatif keputusan pendanaan mengalami reduksi setelah adanya pengaruh modal intelektual. Hal tersebut menunjukkan bahwa modal intelektual mereduksi konflik keagenan yang terjadi pada keputusan pendanaan; (3) efek negatif kebijakan dividen mengalami reduksi setelah adanya pengaruh modal intelektual. Hal tersebut menunjukkan bahwa modal intelektual mereduksi konflik keagenan yang terjadi pada kebijakan dividen.

Beberapa saran untuk penelitian lebih lanjut adalah (1) melihat interaksi dari keputusan investasi, keputusan pendanaan, dan kebijakan dividen untuk mengetahui pengaruh modal intelektual pada nilai perusahaan melalui interaksi dari ketiga keputusan tersebut; (2) menambahkan tata kelola perusahaan dan manajemen risiko untuk melihat pengaruh modal intelektual pada proses penciptaan nilai dalam perspektif manajemen keuangan yang lain; (3) melakukan pengujian modal intelektual beserta elemen-elemennya terhadap konflik keagenan; (4) menggunakan proksi selain VAIC™ untuk mengukur modal intelektual perusahaan.

UCAPAN TERIMA KASIH

Puji syukur pada Tuhan Yesus Kristus yang telah melimpahkan kasih, berkat, rahmat, dan anugrah-Nya yang begitu besar sehingga penyusunan disertasi ini dapat terselesaikan dengan baik.

Selama penyusunan hingga selesainya disertasi ini, penulis telah banyak menerima dorongan, bantuan, dan perhatian dari berbagai pihak. Oleh karena itu, pada kesempatan ini penulis mengucapkan banyak terima kasih kepada :

1. Prof. Dr. Eduardus Tandelilin, MBA, selaku promotor pembimbing disertasi
2. Dr. Mudjilah Rahayu, M.M, selaku ko-promotor pembimbing disertasi
3. Dr. Hermeindito Kaaro, M.M, selaku dosen pengajar yang membimbing dan memberikan saran dalam menyelesaikan disertasi ini
4. Orang tua yaitu Hartono Wijaya dan Sindrawati Gunawan
5. Prof. Anita Lie selaku direktur pasca sarjana Universitas Katolik Widya Mandala Surabaya
6. Prof. Dr. Eduardus Tandelilin, MBA, Dr. Mudjilah Rahayu, M.M., Dr Hermeindito Kaaro, M.M., Dr. Putu Anom Mahadwartha, M.M., Dr. Rahmat Subekti, M.M., dan Dr. Erna Susilowati, M.Si selaku penguji disertasi.
7. Seluruh dosen pengajar Universitas Katolik Widya Mandala Surabaya
8. Victor Soeindra sebagai rekan yang sama-sama dalam menyelesaikan disertasi

9. Seluruh rekan-rekan mahasiswa pasca sarjana strata-3 Universitas Katolik Widya Mandala Surabaya yaitu Ronald Suryaputra, Victor Soeindra, Yolanda Soedibyo, Fauzi Arif, Julieny Selfiany
10. Mahasiswa/i akuntansi dan manajemen Universitas Pelita Harapan Surabaya Nita Andriana, Sharleen Benita, Octaria, Erik Novitasari, dan Kevin Savaro
11. Seluruh rekan-rekan dosen pada Universitas Katolik Widya Mandala Surabaya dan Universitas Pelita Harapan Surabaya
12. Penelitian dan pelatihan Ekonomika dan Bisnis (P2EB) Fakultas Bisnis dan Ekonomika Universitas Gadjah Mada
13. Seluruh rekan-rekan pelayanan di Pro-X Gereja Happy Family Center, VJ Ministries, dan New Wave Ministries.
14. Maria Helena Suprpto, S.Psi, M.Psi, Psikolog dan Silvia Wijaya, S.T.
15. Noto Soebagio, S.E., Vaelentinus Adhi, S.E., Mei Tresnawati, S.E., Irene Tejakusuma, S.E.
16. Semua pihak yang telah memberikan dukungan dan doa yang tidak bisa disebutkan satu per satu

Penulis mengucapkan terima kasih atas semua dukungan dalam bentuk doa, semangat, materi, dan lainnya dalam menyelesaikan disertasi ini, sehingga disertasi ini dapat terselesaikan.

DAFTAR ISI

HALAMAN JUDUL	i
LEMBAR PENGESAHAN	iii
PERNYATAAN KEASLIAN TULISAN	iv
ABSTRAK	v
RINGKASAN	vii
UCAPAN TERIMA KASIH	xxii
DAFTAR ISI	xxiv
DAFTAR GAMBAR	xxvii
DAFTAR TABEL	xxviii
DAFTAR LAMPIRAN	xxix
 BAB 1 PENDAHULUAN	 1
1.1 Latar Belakang Masalah	1
1.2 Rumusan Masalah	12
1.3 Tujuan Penelitian	13
1.4 Manfaat Penelitian	13
 BAB 2 TINJAUAN PUSTAKA	 15
2.1 Teori Keagenan	15
2.2 <i>Resource Based View</i>	17
2.3 Modal Intelektual	19
2.4 Keputusan Investasi	23
2.5 Keputusan Pendanaan	25
2.6 Kebijakan Dividen	28
2.7 Penelitian Terdahulu	31
2.8 Hubungan antar Variabel	36
2.8.1 Modal Intelektual dan Konflik Keagenan pada Keputusan Investasi	36
2.8.2 Modal Intelektual dan Konflik Keagenan pada Keputusan Pendanaan	39

2.8.3 Modal Intelektual dan Konflik Keagenan pada Kebijakan Dividen.....	41
2.9 Kerangka Konseptual	43
2.10 Variabel Instrumen Persamaan Simultan	44
BAB 3 METODE PENELITIAN	48
3.1 Rancangan Penelitian	48
3.2 Data dan Sampel	49
3.3 Definisi Operasional dan Pengukuran Variabel.....	50
3.3.1 Modal Intelektual	50
3.3.2 Keputusan Investasi.....	51
3.3.3 Keputusan Pendanaan.....	52
3.3.4 Kebijakan Dividen.....	52
3.3.5 Nilai Perusahaan.....	53
3.3.6 Penjualan.....	53
3.3.7 Risiko Bisnis	53
3.3.8 Struktur Aset	54
3.3.9 Ukuran Perusahaan.....	54
3.3.10 Profitabilitas	55
3.4 Teknik Analisis Data	55
3.4.1 Identifikasi Persamaan Simultan	57
3.4.2 Pengujian Simultan dengan Uji Spesifikasi Hausmann	58
3.4.3 Penentuan Teknik Estimasi dan Pengujian Persamaan Simultan	60
3.4.4 Pengujian Beda Koefisien Dua Persamaan.....	61
BAB 4 HASIL PENELITIAN.....	63
4.1 Gambaran Umum Sampel Penelitian	63
4.2 Hasil Identifikasi Persamaan Simultan.....	65
4.3 Hasil Pengujian Hipotesis Penelitian	67
4.3.1 Hasil Pengujian Hipotesis 1: Modal Intelektual dan Konflik Keagenan pada Keputusan Investasi.....	69

4.3.2 Hasil Pengujian Hipotesis 2: Modal Intelektual dan Konflik Keagenan pada Keputusan Pendanaan.....	70
4.3.3 Hasil Pengujian Hipotesis 3: Modal Intelektual dan Konflik Keagenan pada Kebijakan Dividen.....	71
BAB 5 PEMBAHASAN.....	73
5.1 Hasil Pengujian Hipotesis Penelitian	73
5.1.1 Pengaruh Modal Intelektual pada Konflik Keagenan dengan melihat Efek Keputusan Investasi terhadap Nilai Perusahaan.....	73
5.1.2 Pengaruh Modal Intelektual pada Konflik Keagenan dengan melihat Efek Keputusan Pendanaan terhadap Nilai Perusahaan.....	76
5.1.3 Pengaruh Modal Intelektual pada Konflik Keagenan dengan melihat Efek Kebijakan Dividen terhadap Nilai Perusahaan.....	79
5.1.7 Variabel Instrumen	82
BAB 6 KESIMPULAN.....	84
6.1 Kesimpulan Penelitian.....	84
6.2 Keterbatasan Penelitian	85
6.3 Saran Penelitian Lanjutan.....	85
6.4 Implikasi Penelitian.....	86
DAFTAR PUSTAKA	88
LAMPIRAN	97

DAFTAR GAMBAR

Gambar 2.1 Perbandingan Skandia Navigator dan VAIC™	20
Gambar 2.2 Kerangka Teoritis Tseng dan Goo (2005)	23
Gambar 2.3 Hubungan antara Investasi dan Nilai Perusahaan	24
Gambar 2.4 Hubungan antara Utang dan Nilai Perusahaan.....	26
Gambar 2.5 Hubungan antara Dividen dan Agency and Transaction Cost	30
Gambar 2.6 Kerangka Konseptual.....	44

DAFTAR TABEL

Tabel 1.1 GPD per Populasi	8
Tabel 2.1 Elemen-elemen VAIC	21
Tabel 3.1 Proses Pemilihan Sampel	49
Tabel 3.2 Sampel berdasarkan Kelompok Industri	50
Tabel 3.3 Order Persamaan Simultan	57
Tabel 3.4 Rank Persamaan Simultan	58
Tabel 3.5 Hipotesis Alternatif dan Hipotesis Statistik.....	61
Tabel 4.1 Statistik Deskriptif Variabel Penelitian	63
Tabel 4.2 Hasil Uji Model Persamaan Simultan	66
Tabel 4.3 Uji Korelasi antar Residual.....	67
Tabel 4.4 Hasil Uji Model Persamaan Simultan	68
Tabel 4.5 Hasil Uji Beda Koefisien Dua Persamaan.....	68
Tabel 5.1 Pengaruh Model Intelektual pada Nilai Perusahaan	74

DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran 1 Daftar Perusahaan Sampel	98
Lampiran 2 Statistik Deskriptif	101
Lampiran 3 Hasil Uji Reduced Form.....	102
Lampiran 4 Hasil Uji Spesifikasi Hausmann	106
Lampiran 5 Hasil Uji Korelasi Pearson	122
Lampiran 6 Hasil Uji Model Persamaan Simultan tanpa VAIC	123
Lampiran 7 Hasil Uji Model Persamaan Simultan dengan VAIC	137
Lampiran 8 Hasil Uji Model Pengaruh VAIC pada Nilai Perusahaan	152